

ОЦІНКА ПЕРСПЕКТИВ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ РИНКУ  
ДЕРЖАВНИХ ВНУТРІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬASSESSMENT OF THE PERSPECTIVES AND EFFICIENCY  
OF THE DOMESTIC GOVERNMENT LOANS MARKET

*У статті проаналізовано особливості здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень. Основну увагу приділено визначенню основних напрямів використання залучених коштів для потреб держави. Відображено динаміку обсягу розміщених ОВДП. Проаналізовано закономірності функціонування сучасного ринку державних цінних паперів. Розглянуто вплив заборгованості на економічне зростання держави в умовах кризи. На основі проведеного дослідження надано рекомендації щодо скорочення обсягів боргового навантаження та внутрішніх державних запозичень.*

**Ключові слова:** державні запозичення, облігації внутрішньої державної позики, дефіцит державного бюджету, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання.

*В статье проанализированы особенности осуществления государственных внутренних и внешних заимствований. Основное внимание уделено определению основных направлений использования привлеченных средств для потребностей государства. Отражена динамика объема размещенных ОВДП. Проанализированы закономерности функционирования современного рынка государственных ценных бумаг. Рассмотрено влияние задолженности на экономический рост государства в условиях кризиса. На основе проведенного исследования даны рекомендации по сокращению объемов долговой нагрузки и внутренних государственных заимствований.*

*трено влияние задолженности на экономический рост государства в условиях кризиса. На основе проведенного исследования даны рекомендации по сокращению объемов долговой нагрузки и внутренних государственных заимствований.*

**Ключевые слова:** государственные заимствования, облигации внутреннего государственного займа, дефицит государственного бюджета, облигации местных займов, казначейские обязательства.

*The article analyses the peculiarities of the implementation of state internal and external borrowings, focuses on determining the main directions of using borrowed funds to the needs of the state. The dynamics of the volume of placed T-bills is shown. The regularities of functioning of the modern market of government securities are analyzed. The author considers the effect of indebtedness on the economic growth of the state in the conditions of the crisis. On the basis of the study, recommendations were made to reduce the volume of debt load and the volume of domestic state borrowings.*

**Key words:** state borrowings, domestic state debt bonds, state budget deficit, local bonds, treasury bonds.

УДК 336.275

**Білявська А.Ю.**

аспірант кафедри фінансів

Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана

**Постановка проблеми.** У зв'язку з політико-економічною нестабільністю в країні тривалий час спостерігаються проблеми з державним боргом, перевищення безпечних та граничних його показників. Випуск короткострокових облігацій внутрішньої позики забезпечує безперервне фінансування державних видатків за умов несвоєчасного надходження бюджетних коштів та є інструментом грошово-кредитного регулювання. Також розвинений ринок внутрішніх державних цінних паперів забезпечує суб'єктів господарювання високоліквідними та низькоризикованими фінансовими інструментами, а дрібних власників капіталу – додатковими можливостями у сфері інвестування заощаджених коштів, що стимулює розвиток фінансових інститутів та дає змогу перерозподіляти кошти економічних суб'єктів на фінансування пріоритетних для економіки країни проектів. З огляду на це важливими є дослідження особливостей функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів України та визначення перспективних напрямів його розвитку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Питанням розвитку ринку державних цінних паперів присвячено праці таких вчених-економістів, як С. Боринець, З. Варналій, Т. Вахненко, С. Марченко, Р. Рак. Незважаючи на досягнення зазначених вчених, особливості функціонування вітчизняного внутрішнього ринку державних цінних паперів

в умовах світової економічної кризи потребують подальшого вивчення.

**Постановка завдання.** Метою статті є дослідження особливостей функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів України в сучасних умовах та визначення подальших перспектив його розвитку.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Внутрішні державні запозичення сьогодні становлять суттєву частку у структурі державного боргу України, при цьому обсяги випущених боргових цінних паперів постійно зростають з одночасним несуттєвим збільшенням ефективності. Під час проведення активної політики залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку держави формується внутрішній державний борг. Внутрішній державний борг – це внутрішня заборгованість держави підприємствам і населенню, що виникла внаслідок залучення їх коштів для виконання державних програм та замовлень, випуску в обіг державних облігацій та інших державних цінних паперів.

Розвиток ринкових відносин та проведення необхідних економічних реформ потребують значних фінансових вкладень. Одним із джерел таких ресурсів є державні запозичення, що може як сприяти розвитку економіки країни, якщо запозичення спрямовані на інвестиційні цілі, так і стримувати його в разі залучення коштів для вирішення корот-

кострокових потреб, зокрема покриття видатків на функціонування економіки. Тому для забезпечення ефективного функціонування вітчизняної економіки необхідно сформувати дієвий науково обґрунтований механізм проведення виваженої політики державних запозичень, заснований на використанні сучасних методів та нових фінансових інструментів.

Державний внутрішній борг пов'язаний з фінансуванням видатків бюджету держави резидентами країни в національній грошовій одиниці та не має такого вагомego негативного впливу на економіку країни, як зовнішній державний борг, оскільки під час сплати боргу за внутрішніми позиками не відбувається вивіз іноземного капіталу за кордон. Головним наслідком проведення політики запозичень на внутрішньому ринку є перерозподіл доходів всередині країни. Основною причиною використання фінансових ресурсів, залучених на внутрішньому ринку, є дефіцит бюджету. В умовах недостатнього наповнення дохідної частини бюджету, зростання рівня дефіциту бюджету спостерігається значний ріст державної заборгованості, що з часом в разі продовження таких негативних тенденцій може загрожувати дефолтом.

Ринок державних внутрішніх запозичень в Україні включає сукупність боргових цінних паперів, які випускаються органами державної влади за узгодженням з НБУ та представлені нині в Україні такими видами, як ОВДП, облігації місцевих позик та казначейські зобов'язання. Власниками ОВДП в Україні виступають НБУ, банки, нерезиденти, інші групи власників. Загалом внутрішні державні запозичення складаються з боргу перед юридичними та фізичними особами. Крім того, ОВДП випускаються на первинному фондовому ринку. Дохідність на первинному ринку має тенденцію до зниження. Операції на вторинному ринку ОВДП включають рефінансування банків НБУ (угоди РЕПО); кредити, надані суб'єктам господарювання, що також можуть включати угоди РЕПО; купівлю та продаж суб'єктами господарювання на торгах організаторів купівлі ОВДП; купівлю/продаж суб'єктами господарювання ОВДП без посередників-організаторів торгівлі [1].

Сучасний український внутрішній ринок державних цінних паперів має такі особливості:

- законодавче регламентування специфіки випуску, обігу та погашення державних боргових цінних паперів;
- можливість державних боргових цінних паперів бути ринковими та неринковими, іменними або на пред'явника;
- обіг документарних і бездокументарних (без бланкових) державних боргових цінних паперів;
- незначність обсягів емісії державних внутрішніх боргових цінних паперів;
- обмеженість інструментів державних позик;
- низький рівень ліквідності державних боргових паперів;

– обмеженість вторинного ринку боргових паперів [2].

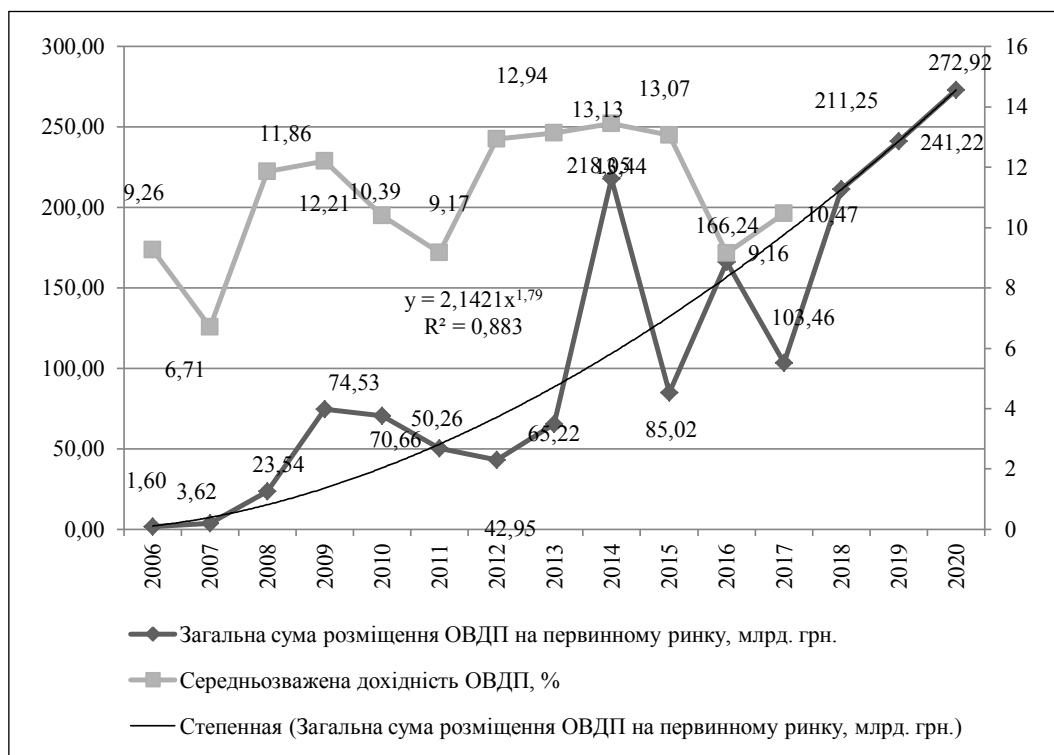
Головними цілями випуску державних цінних паперів є:

- фінансування бюджетного дефіциту;
- регулювання грошової маси в обігу;
- стабілізація валютного ринку в країні;
- виконання видаткової частини державного бюджету;
- забезпечення учасників ринку державних цінних паперів низькоризикованими фондовими інструментами.

Сьогодні безліч авторів зазначають, що ринок державних внутрішніх запозичень, зокрема його інструменти у вигляді боргових цінних паперів, характеризуються високою ризикованістю, низькою дохідністю, низьким рівнем ліквідності, тому є низькоефективними. Крім цього, одним з головних недоліків ринку є відсутність та низький рівень розвитку інституціонального середовища та інфраструктури в Україні. Такі тенденції в подальшому не сприятимуть зростанню обсягів залучення ресурсів для фінансування дефіциту бюджету України.

На рис. 1 відображено динаміку обсягу розміщених ОВДП, їх середньозваженої дохідності та прогнозованих значень на первинному ринку України у 2006–2020 роках.

Загалом можна спостерігати безсистемність та непослідовність політики уряду у випуску ОВДП, що підтверджується даними розміщення облігацій та їх дохідністю, яка несуттєво впливає на випуск. Таким чином, візуалізація загальної суми розміщених ОВДП на первинному ринку України та їх дохідності у 2006–2017 роках дала змогу виявити таку взаємозалежність, як низький ступінь впливу дохідності та обсягів розміщених ОВДП, адже несуттєве зростання дохідності у 2009 році не привело до зростання обсягу випуску у 2010 році, проте скорочення дохідності облігацій у 2010 році могло вплинути на обсяг розміщення у 2011 році. При цьому у 2011–2013 роках спостерігаємо суттєве скорочення обсягів розміщення ОВДП на первинному ринку, тоді як дохідність збільшилась у 2012–2013 роках. У 2014 році було найбільше розміщено ОВДП через суттєві потреби у фінансуванні дефіциту державного бюджету України, в той же рік спостерігалось найбільше значення середньозваженої дохідності. У 2015 році порівняно з 2014 роком обсяг розміщення суттєво скоротився, тоді як дохідність залишилась на рівні 2014 року. У 2016 році зафіксовано найнижче значення середньозваженої дохідності в розмірі 9,16%, тоді як обсяг розміщення суттєво збільшився, саме тому у 2017 році таке значення дохідності могло зумовити скорочення випущених ОВДП на первинному ринку. Для прогнозування динаміки розміщення ОВДП ми здійснили екстраполяцію тренду на основі степеневої функції, оскільки



**Рис. 1. Динаміка обсягу розміщених ОВДП, їх середньозваженої дохідності та прогнозованих значень на первинному ринку України у 2006–2020 роках**

*Джерело: оброблено автором на основі даних НБУ [3]*

коефіцієнт детермінації набував найвищого значення. Отже, середньострокові прогнозні показники випуску ОВДП у 2018 році будуть становити 211,25 млрд. грн., у 2019 році – 241,22 млрд. грн., у 2020 році – 272,92 млрд. грн.

Протягом 2010–2013 років ОВДП також були розміщені для покриття дефіциту бюджету. Незначна частка була спрямована на реструктуризацію залишку заборгованості КМУ перед НБУ шляхом випуску та передачі НБУ ОВДП, погашення простроченої заборгованості з податку на додану вартість, збільшення формування статутного капіталу банків. Така динаміка однозначно вказує на неефективність державних внутрішніх запозичень. У 2014–2017 роках частка ОВДП для фінансування бюджету суттєво скоротилась, проте була спрямована на збільшення формування статутного капіталу банків, що ще раз підтверджує неефективність цього інструмента.

Основними показниками впливу на формування державних запозичень є сальдо поточного рахунку платіжного балансу у відношенні до ВВП (%), різниця між зовнішніми активами та зобов'язаннями економічних суб'єктів у відношенні до ВВП (%), чисті зовнішньоборгові зобов'язання резидентів у відношенні до ВВП (%), середньозважена дохідність ОВДП, розміщених на первинному ринку (%), середньозважена дохідність ОВДП, розміщених на первинному ринку в іноземній валюті (%).

Найбільший ступінь впливу на внутрішні державні запозичення здійснює такий фактор, як середньозважена дохідність ОВДП, розміщених на первинному ринку, адже під час зростання дохідності зростатимуть державні запозичення, оскільки це стимулюватиме фізичних та юридичних осіб купувати боргові цінні папери, дохідність яких зростатиме. Отже, попит на ОВДП серед населення буде залежати від їх дохідності, а вищий попит зумовлюватиме ріст цін. Також суттєвий прямий вплив на обсяг внутрішніх запозичень здійснює середньозважена дохідність ОВДП, розміщених на первинному ринку в іноземній валюті, адже під час зростання цього показника можливим є скорочення державних боргових цінних паперів, номінованих в іноземній валюті. Сальдо поточного рахунку платіжного балансу у відношенні до ВВП також суттєво впливає на внутрішній борг, адже зростання цього показника приводитиме до зростання боргу. Щодо різниці між зовнішніми активами та зобов'язаннями економічних суб'єктів у відношенні до ВВП, то цей показник має зворотній зв'язок з динамікою внутрішніх запозичень, адже за його скорочення можливим є зростання боргу, оскільки це фактично значить недостатність фінансування суб'єктами господарювання своєї діяльності за власний рахунок, що зумовлюватиме нарощення боргових зобов'язань. Таким чином, управління зазначеними показниками в подальшому буде зумовлювати зміну обсягу

внутрішніх державних запозичень. Тому з метою скорочення боргового навантаження та обсягу внутрішніх державних запозичень доцільно:

1) утримувати середньозважену дохідність ОВДП на прийнятному рівні, що забезпечить помірний попит на ОВДП;

2) забезпечувати стимулювання експортних операцій, зокрема експорт товарів та послуг з метою скорочення негативного платіжного балансу рахунку поточних операцій;

3) стимулювати підприємництво та розвиток бізнесу з метою скорочення фінансування підприємств за рахунок випуску боргових цінних паперів;

4) утримувати середньозважену дохідність ОВДП в іноземній валюті на прийнятному рівні.

Проблема ефективного функціонування та подальшого розвитку ринку державних цінних паперів в умовах становлення фінансової системи України може бути вирішена за рахунок підвищення його ліквідності внаслідок таких його напрямів удосконалення:

– забезпечення прозорості діяльності держави щодо випуску її цінних паперів, доступність і зрозумілість умов інвестування в такі інструменти;

– вдосконалення організаційної бази функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів;

– підвищення інвестиційної привабливості внутрішніх боргових зобов'язань держави;

– підвищення довіри з боку інвесторів до держави шляхом своєчасного та повного виконання органів державної влади своїх обов'язків, пов'язаних з цінними паперами, а особливо заходів з погашення відсотків та основної суми заборгованості [4].

Подальший розвиток ринку державних цінних паперів повинен супроводжуватись економічними реформами, зниженням податкового навантаження та збільшенням інвестицій за рахунок вітчизняного фінансового капіталу. У структурі внутрішнього державного боргу пріоритет повинен надаватися середньо- та довготерміновим зобов'язанням. Це дасть змогу розподілити боргове навантаження в часі між різними групами інвесторів та забезпечить ефективніше управління ним. Залучені державою фінансові ресурси за допомогою випуску цінних паперів повинні мати цільове використання та фінансувати реальні інвестиційні проекти.

**Висновки з проведеного дослідження.** Державні внутрішні запозичення, зокрема ОВДП, характеризуються неефективністю використання, адже перш за все спрямовуються на покриття дефіциту бюджету та забезпечення капіталізації банківської системи. Фактично можна говорити про те, що розміщення та випуск ОВДП через високу ризикованість та недостатню надійність використовуються лише державними органами влади, державними банками та НБУ для покриття поточних видатків.

Це зумовлює непослідовність та безсистемність їх випуску, адже досить часто потреби у фінансуванні дефіциту бюджету та капіталізації банківської системи неможливо спрогнозувати, тому коливання на ринку ОВДП є суттєвими. Отже, необхідно впроваджувати ефективне планування випуску ОВДП, планувати та прогнозувати їх дохідність, поширювати інформацію щодо випуску з метою залучення фізичних осіб до купівлі та суб'єктів господарювання, що зумовлюватиме в подальшому підвищення прибутковості, ефективності, надійності та довіри, а також зменшення ризикованості державних боргових цінних паперів.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Коблик І. Внутрішні державні запозичення: оцінка та перспективи розвитку. Науковий вісник НЛТУ України. 2012. Вип. 22.3. С. 222–228. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnltu\\_2012\\_22](http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnltu_2012_22).

2. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. 2011. № 2. С. 47–58.

3. Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2).

4. Дохідність ОВДП на первинному ринку. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2).

5. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2).

6. Рак Р. Інновації на ринку державних цінних паперів України. Фінанси України. 2016. № 12. С. 72–80.

#### REFERENCES:

1. Koblik I. Internal State Borrowing: Assessment and Prospects of Development / I. Koblik // Scientific Bulletin of NLTU of Ukraine. – 2012. – Issue 22.3. – P. 222–228. – Access mode: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnltu\\_2012\\_22](http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnltu_2012_22).

2. Kucher D. Development of the Internal State Debt Consolidation Market of Ukraine / G. Kucher // Bulletin of the Kiev National Trade and Economic University. – 2011. – No. 2. – P. 47–58.

3. Yield of government securities in the primary market. Electronic resource. – Access mode: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2).

4. BSL (bonds of an internal state loan) on the primary market. Electronic resource. – Access mode: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2).

5. BSL (bonds of an internal state loan), which are in circulation, for the sum of the principal debt. Electronic resource. – Access mode: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2).

6. Rak R. Innovations on the Ukrainian Securities Market // Finances of Ukraine. – 2016. – No. 12. – P. 72–80.

**ASSESSMENT OF THE PERSPECTIVES AND EFFICIENCY  
OF THE DOMESTIC GOVERNMENT LOANS MARKET**

The article analyses the economic situation in Ukraine and the current state of the state securities market. It is determined that today the economic situation is characterized by instability, increase in credit commitments, socio-economic problems, low level of the debt security, stagnation in promising branches of industry, etc. The total volume of Ukraine's public debt, which is now at a significant level and its growth rate, is threatening, given the situation in recent years in Ukraine due to the dependence on external lending and the prospects for long years of returning the funds rose. The issue of improving the management of the policy of domestic government borrowing is relevant and extremely important. The conducted analysis of the market of government securities will allow predicting its further development and determining the features of its transformation in the future, and the further research will reflect it.

The further development of the market for government securities should be accompanied by economic reforms, a reduction in tax burden and an increase in investments at the expense of domestic financial capital. In the structure of internal public debt, priority should be given to medium and long-term commitments. This will enable the distribution of debt burden over time between different groups of investors and ensure that it is managed more efficiently. The attraction by the state of financial resources through the issuance of securities should be targeted use and finance real investment projects.

Government domestic borrowings, in particular, BISL (bonds of an internal state loan), are characterized by inefficiencies in their use since they are primarily aimed at covering the budget deficit and ensuring the capitalization of the banking system. In fact, it can be said that placement and issue of government bonds due to high risk and insecurity are used only by state authorities, state banks, and the NBU to cover current expenditures. This results in the inconsistency and inadequacy of their release, as it is often unnecessary to predict the need to finance the budget deficit and capitalization of the banking system that is why the volatility in the T-bills market is significant. Therefore, it is necessary to implement effective planning of the issuance of BISL, to plan and forecast their yield, to distribute information on the issue in order to attract individuals to purchase and business entities, which will further increase profitability, efficiency, reliability, and trust and simultaneously decrease the risk of government debt securities.